

电力设备

2025 年 10 月 24 日

双良节能 (600481)

——25Q3 业绩转正，盈利能力有望持续修复

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 24 日

收盘价 (元)	6.26
一年内最高/最低 (元)	8.35/4.05
市净率	2.8
股息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	11,730
上证指数/深证成指	3,950.31/13,289.18

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	2.20
资产负债率%	81.91
总股本/流通 A 股 (百万)	1,874/1,874
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

研究支持

苏萌 A0230122080001
sumeng@swsresearch.com

联系人

苏萌
(8621)23297818x
sumeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

点评：

- **内部降本增效叠加硅片价格回暖，公司三季度业绩实现扭亏。**单季度来看，2025Q3 公司实现营收 16.88 亿元，同比下降 49.86%，主要系二季度以来抢装需求退坡，市场需求放缓；但公司持续推进精益管理、提质增效，光伏产品成本下降，同时受益于单晶硅价格回暖，业绩端迎来拐点，2025Q3 公司实现归母净利润 0.53 亿元。2025Q3 毛利率 20.43%，同比+9.13pct，净利率 3.05%，同比+5.57pct。
- **节能节水装备领域稳步推进。**1) 溴化锂冷热机组：公司与宁夏电投达成合作，为其数据中心配备三台 1320KW 热管理模块-空冷冷水一体式液冷机组；2) 换热器：在维持传统空分换热器业务市场份额的基础上，持续推广地热换热器市场、CO₂ 储能业务市场、海外石化市场、核电行业换热器及辅机设备市场。3) 空冷系统：在手订单充足，10 月中标河北京能涿州热电扩建项目，中标金额 4.19 亿元。
- **新能源装备领域，重点拓展氢能新业务。**公司深耕绿电制氢系统的技术升级与市场推广工作，全力推进国际化战略落地，根据半年报数据，公司成功与闽扬新能源签订 4.5 亿绿电制氢系统合同，并中标印度 ACME 阿曼年产 10 万吨绿氨项目。
- **光伏产品方面，公司当前硅片产能的规模效应已逐步显现。**一方面与上游硅料生产企业维持长期稳定的高效采购合作；另一方面与通威、阿特斯、天合光能、东磁、华晟、协鑫等多家电池厂商深化合作关系，保证业务稳健增长。
- **公司拟定增发 26313 万股，募集资金不超过 12.9 亿元。**根据公司公告，本次募集资金主要投向：1) 拟建设世界级零碳智能装备建设平台，节能降碳装备生产方面主要包括高效空冷、液冷智能装备生产线、中高温热泵及高效换热器装备项目，绿电制氢方面，公司拟投产年产 700 套绿电智能制氢装备建设项目；2) 用于先进智能制氢装备业务中 AEM 制氢设备及材料研发项目，攻克制氢装备及材料、高温热泵的行业难点，占领研发高地。
- **下调盈利预测，维持买入评级。**由于今年硅片价格剧烈波动，光伏业务拖累公司业绩，我们下调 25 年盈利预测，新增 26-27 年盈利预测，预计 25-27 年盈利预测分别为-4.74、6.35、11.33 亿元（前期 25 年为 37.48 亿），对应 PE 分别为-25X、18X、10X，可比公司爱旭股份、迈为股份 26 年 PE 均值为 27X，公司估值水平低于可比公司。同时考虑到公司光伏业务盈利回升，氢能业务贡献成长性，盈利能力有望持续修复，因此维持买入评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，光伏装机量不及预期，市场竞争加剧等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13,038	6,076	9,953	12,821	16,171
同比增长率 (%)	-43.7	-41.3	-23.7	28.8	26.1
归母净利润 (百万元)	-2,134	-544	-474	635	1,133
同比增长率 (%)	-242.1	-	-	-	78.3
每股收益 (元/股)	-1.14	-0.29	-0.25	0.34	0.60
毛利率 (%)	-2.2	6.7	7.1	14.9	16.3
ROE (%)	-44.7	-12.6	-11.5	13.4	19.2
市盈率	-5		-25	18	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,149	13,038	9,953	12,821	16,171
其中：营业收入	23,149	13,038	9,953	12,821	16,171
减：营业成本	19,751	13,328	9,249	10,910	13,540
减：税金及附加	78	83	63	81	102
主营业务利润	3,320	-373	641	1,830	2,529
减：销售费用	256	274	229	231	259
减：管理费用	331	336	348	359	420
减：研发费用	416	261	269	282	323
减：财务费用	272	447	413	376	340
经营性利润	2,045	-1,691	-618	582	1,187
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-45	-64	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-308	-1,026	-79	0	0
加：投资收益及其他	172	148	197	197	197
营业利润	1,869	-2,539	-499	779	1,382
加：营业外净收入	-1	-5	0	0	0
利润总额	1,868	-2,545	-499	779	1,382
减：所得税	265	-404	0	117	213
净利润	1,603	-2,141	-499	661	1,169
少数股东损益	102	-7	-25	26	37
归属于母公司所有者的净利润	1,502	-2,134	-474	635	1,133

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。